

2023년 제25회 한국경영학회 융합학술대회  
발표 논문

1. 논문제목 (국문 혹은 영문)

(국문)

기업의 ESG 활동이 경제적·사회적 가치 창출에 미치는 영향: 이해관계자 관점을 중심으로

(영문)

The Impact of Corporate ESG Activities on Economic and Social Value Creation: Focusing on Stakeholder Perspective

2. 분야 : 경영전략

3. 저자명 및 소속(국문/영문) :

저자명 : 이윤경(Lee Yun Gyeong)

소속 : 숙명여자대학교 경영학과 석사과정

[E-mail] dlidsrud2020@gmail.com

# 기업의 ESG 활동이 경제적·사회적 가치 창출에 미치는 영향: 이해관계자 관점을 중심으로

이윤경(Lee, Yun Gyeong)\*

정동일(Jung, Dong-Il)\*\*

---

기업의 생존이자 성장, 지속가능성 측면에서 ESG 경영은 중요한 의제(Agenda)가 되고 있다. 기업은 ESG 활동을 통해 조직 내외부의 다양한 이해관계자와 서로 영향을 주고받으며, 경제적·사회적 가치를 창출하고자 노력하고 있다. 이러한 배경에서 우선 본 연구는 기업이 ESG 활동을 통해 창출한 성과가 주주, 투자자, 근로자 등 다양한 이해관계자에게 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 나아가 E, S, G 각 영역별로 어떠한 이해관계자에게 상대적으로 중요한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

본 연구의 주된 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업의 ESG 활동은 주주·투자자의 단기 및 장기적 가치 창출에 긍정적인 영향을 미친다. 둘째, 근로자의 가치와 관련하여 종업원 수는 부(-)의 관계를, 1인당평균급여와는 정(+)의 관계를 나타냄으로써 기업은 한정된 자원으로 인해 내부 이해관계자에게 보다 집중하고 있는 것으로 분석됐다. 셋째, 한 영역에서의 ESG 성과가 다양한 분야에서 경제적·사회적 가치를 창출하는 것으로 나타났으며, 동시에 한 그룹의 이해관계자에게 다양한 ESG 영역의 활동이 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 ESG 활동이 다양한 경제적 가치와 사회적 가치로 파급되는 효과(Spillover Effect)가 있다는 것을 의미한다.

본 연구는 기업의 ESG 활동이 이해관계자들의 가치 창출에 미치는 영향을 분석할 뿐만 아니라 각 영역의 상대적 중요성을 분석하였으며, 기업의 사업보고서에 공시된 데이터를 중심으로 분석을 실시하여 객관성을 확보하였다. 또한, 기업은 ESG 통합 전략을 수립할 때 이를 실무적인 근거자료로 활용이 가능하다는 점에서 기존 연구와 구별되는 차별성이 있다고 할 수 있다.

핵심어: ESG 경영, 경제적 가치 창출, 사회적 가치 창출, 이해관계자

---

\* 숙명여자대학교 경영학과 석사과정, d1dbsrud20@naver.com, 제1저자

\*\* 숙명여자대학교 경영학부 교수, dijung@sm.ac.kr, 교신저자

# 1. 서론

전 세계적인 기후변화 위기와 코로나19 등 사회적 문제들을 경험하면서 2020년을 전후하여 기업 경영에서 ESG가 가장 큰 화두로 떠올랐다. 2020년 1월 세계에서 가장 큰 자산운용사 중 하나인 블랙록(Black Rock)의 래리 핑크(Larry Fink) 회장이 투자자들과 기업 CEO들에게 보낸 연례 서한에서 모든 정부, 기업, 주주들에게 '새로운 기후 현실'에 맞설 것을 촉구했다. 또한 화석연료를 통해 25% 이상의 수익을 창출하는 회사들을 투자 포트폴리오에서 제외할 것이라고 발표하였다<sup>1)</sup>. 이를 통해 기후변화에 맞서 저탄소 경제로의 전환을 가속화되는 배경을 야기시키며, ESG가 투자자와 기업들에게 관심을 받게 되었다. 또한, 2021년 3월부터 유럽연합(EU)이 ESG 공시를 법적으로 의무화함에 따라 ESG 지표와 측정, 공시의 절차와 투명성 등 전 세계적으로 ESG에 대한 집중을 더욱 높이는 계기가 되었다. ESG는 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 영문 첫 글자를 조합한 약어로, 기업의 가치를 평가함에 있어 전통적인 재무적 요소뿐 아니라 E, S, G 영역의 비재무적 요소까지 함께 고려하는 것을 의미한다.

공식적으로 ESG에 대한 용어와 개념은 2004년 5월 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact, UNGC)에서 발간한 Who Cares Wins Connecting Financial Markets to a Changing World라는 보고서<sup>2)</sup>를 통해 처음 등장하였다. 앞으로 기업의 지속가능한 성장을 위해서는 환경, 사회, 지배구조에 대한 체계적인 대응이 필수적이라고 판단하며, 기업 투자 결정에 중대한 영향을 미칠 수 있는 ESG 이슈의 중요성을 강조하였다. 그리고 2년 후인 2006년 4월 UN의 사무총장이던 코피 아난(Kofi Annan)의 주도로 글로벌 기관 투자자를 중심의 ESG 투자 활성화를 위해 유엔 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)을 발표하였으며, 이후 정부조직, 시민사회, 학계 등으로 확대되어 2023년 3월 기준 우리나라의 국민 연금을 포함해 5,387개 기관이 참여하고 있다.

ESG 활성화를 위한 규범화 및 제도화 움직임도 빨라지고 있다. 먼저 해외 동향을 살펴보면 EU에서는 2021년 4월 '기업 지속가능성 보고지침(Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD)'을 발표하였으며, 미국 증권거래위원회(SEC)에서는 2022년 3월 기후 공시 의무화 규정 초안을 발표했다. 또한, 국제회계기준(IFRS) 재단은 글로벌 ESG 공시기준 표준 제정을 위해 국제지속가능성기준위원회(ISSB)를 설립하고, 2022년 3월 지속가능성 관련 재무정보 공시를 위한 일반 요구사항(S1)과 기후 관련 공시(S2) 초안을 공개하였다. 국내에서는 2021년 1월 금융위원회를 통해 2025년부터 일정 규모 이상의 코스피 상장사를 중심으로 ESG 공시를 의무화하고, 2030년부터는 전 코스피 상장사로 ESG 공시를 확대하는 계획을 발표한 바 있다(김광일, 2023).

1) Larry Fink. (2021.01). A fundamental reshaping of finance. BlackRock.

<https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter>

2) UN Global Compact. (2004). Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. Global Compact.

[https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who\\_cares\\_wins\\_global\\_compact\\_2004.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf)

기업은 ESG 활동을 통해 조직 내외부의 이해관계자와 서로 영향을 주고받으며 경제적 가치와 사회적 가치를 창출하고자 노력하고 있다. 또한, 기업의 사회·환경적 책임에 대한 다양한 이해관계자들의 관심과 요구가 점차 높아짐에 따라 이를 고려하지 않는 비즈니스 활동은 기업 운영에 리스크 요인으로 작용하고 있다. 즉, ESG 측면과 관련된 부정적인 사건이 공개되거나 논란이 일어날 경우 기업가치의 하락, 브랜드 이미지의 손상, 고객 유출 등의 부정적인 영향이 발생할 수 있다.

기존 국내 선행연구들은 ESG 활동이 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향이나 관련성에 관한 연구에 집중되어 왔다(나영·김명서·임욱빈, 2013; 임종욱, 2016; 도연우·김성환, 2019; 김동영, 2020; 허종호·박병규·김리아·김태, 2022; 김영환·정성창 2022). 일부 연구에서는 기업 이미지, 고객 충성도, 조직신뢰, 직무만족 등과의 관계를 분석한 내부 성과 관련 연구도 일부 존재한다(윤재우·배신지, 2021; 황은진·조상미·안지영, 2022; 김리아·김태민·허종호, 2022; 허병준·이형용, 2022). 그러나 기업의 ESG 성과와 내외부 이해관계자와의 관계에 대해 종합적으로 살펴본 연구는 아직 부족하다. 또한, ESG 통합 점수 또는 ESG 영역에서 환경(E)에 집중된 연구들이 활발하게 이루어지고 있으며, ESG 각 영역별 성과에 대한 연구는 상대적으로 적은 편이다.

이에 본 연구에서는 기업이 ESG 활동을 통해 창출한 성과가 이해관계자별로 미치는 영향에 대해 살펴볼 뿐만 아니라 E, S, G 각 영역에서도 이해관계자별 영향이 다를 수 있기 때문에 이를 분리하여 어떻게 다른 영향을 미치는지 확인해 보고자 한다. 또한, 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 영역에서 이해관계자에게 미치는 상대적 중요도가 다를 수 있다. 따라서 기업의 ESG 활동을 통해 창출된 이해관계자별 경제적·사회적 가치가 E, S, G 세 영역 중 어떤 영역에 대해 상대적으로 높은 중요도를 갖는지 살펴보고자 한다. 예를 들어, 다른 영역에 비해 사회(S) 영역에서 높은 평가를 받는 기업의 경우 기부금을 통해 지역사회 발전에 기여할 수 있을 것이라고 기대해 볼 수 있다. 한편, 스펠오버 효과(Spillover Effect)처럼 기업의 ESG 활동으로 의도하지 않은 영역에서 경제적 가치와 사회적 가치 창출 효과가 나타날 수 있다. 이를 통해 기업은 이해관계자의 가치를 창출하기 위해 ESG 세 영역 중 어디에 좀 더 집중해야 할지 파악하여 기업 ESG 전략 수립에 반영할 수 있다. 구체적으로는 단기와 장기 재무성과를 비롯하여 투자자, 주주, 근로자, 지역사회 등 다양한 이해관계자에 미치는 영향을 종합적으로 파악해 보고자 한다.

## II. 이론적 배경

### 1. ESG의 개념 및 발전

과거 기업은 주주의 이익을 보호하고 수탁의무를 다하는 것으로 그 책임을 다하였지만, 사회적 책임(Social Responsibility)에 대한 범위가 변화하면서 이제는 주주뿐 만 아니라 기업이 활동하는 지역사회, 구성원, 정부, 국제사회 등 폭넓은 이해관계자와의 관계까지 고려해야 한다. 최근 몇 년 사이 국내외 기업들이 눈에 띄게 빠른 속도로 ESG 경영을 도입하며 지속가능경영을 새로운 시대적 요구에 맞는 적극적인 경영전략의 하나로 전환하는 시기를 겪고 있다.

ESG와 유사한 개념으로 기업의 사회적 책임인 CSR(Corporate Social Responsibility)과 한 단계 더 발전한 개념인 CSV(Creating Shared Value)도 널리 알려져 있으며, 개념적인 정의는 다양하다.

먼저 Bowen(1953)이 처음 학술적으로 CSR 개념을 정립하였다. 그의 저서 Social Responsibility of the Businessman에서 '기업의 사회적 책임은 사회가 지향하는 목표 또는 가치에 알맞은 정책을 추구하고, 그에 맞는 의사결정이나 바람직한 방향으로 행동으로 옮기는 기업인의 의무사항'으로 정의하였다. CSR의 개념으로 가장 많이 인용되는 Carroll(1979, 1999)은 '사회가 기업에 대해 가지는 경제적, 법적, 윤리적 책임 및 기업의 자율적 판단에 맡기는 자선적 책임을 아우르는 활동'으로 정의하였다. 이후 Porter & Kramer(2011)가 2011년 1월 하버드 비즈니스 리뷰에서 'Creating Shared Value'를 발표하면서 기존 CSR 활동보다 한 단계 더 발전한 CSV를 제시하였다. 이들은 CSV를 '기업의 경쟁력을 강화하는 동시에 지역사회의 경제적 가치와 사회적 가치를 함께 창출시키는 경영방식이나 정책'이라고 정의하면서, 그동안 상충되는 것으로 인식되었던 '이익'과 '사회공헌'의 양립을 목표로하였다. 이를 통해 CSV는 CSR 보다 본업의 이익을 중시하는 관점으로 이해할 수 있다.

마지막으로 ESG는 환경, 사회, 지배구조에 관한 비재무적 요소들을 포괄하는 개념으로 기업 경영에서의 지속가능성을 달성하기 위한 3가지 핵심요소로 널리 이해되고 있다. 기업의 ESG 경영은 이해관계자 자본주의의 완성을 위해 다양한 이해관계자 효용 제고를 목표로 사회적 가치와 경제적 가치 사이에 적절한 균형을 찾는 전략이다(박영석·이효섭, 2021).

이를 종합해 보면 <표 1>에 정리된 것과 같이 CSR은 윤리적 책임의식을 바탕으로 기업이 지역사회 등과 공생할 수 있도록 자선활동, 기부활동, 환경보호 등 사회공헌을 '활동'으로 고려하였으며, CSV는 수익을 창출한 이후의 사회공헌 활동이 아닌 기업 활동 자체로 사회에 긍정적인 영향을 미치면서 동시에 경제적 수익도 고려하는 '방향'을 의미하고 있다(이은자·문재영, 2022). 나아가 ESG는 기업의 사회적 책임을 넘어 기업이 활동하는 데 있어 비재무적 요소를 고려하는 것으로, 기업의 중장기적인 기업가치를 평가하는 주요 성과지표를 의미한다고 볼 수 있다.

<표 1> CSR, CSV, ESG 개념 비교

	CSR (Corporate Social Responsibility)	CSV (Creating Shared Value)	ESG (Environment, Social, Governance)
의미	기업의 사회적 책임	공유가치 창출	환경·사회·지배구조에 관한 비재무적 요소
인식	이익 창출과는 무관한 시혜적 활동 (비용으로 인식)	이익 극대화를 위한 투자로 인식	ESG를 연동한 경영 및 재무 활동
목적	기업이 경제적, 법적, 윤리적, 자선적 책임을 다하면서 사회에 긍정적인 영향을 미치는 것	기업이 경영 활동을 통해 사회에 긍정적인 영향을 미치면서 동시에 경제적 이익을 창출하는 것	기업이 환경을 보호하고, 사회를 공정하게 만들며, 지배구조를 투명하게 운영하는 것
가치	윤리적 책임의식	투입 비용 대비 높은 상생 가치 창출	이해관계자 자본주의 실현

기후변화 위기와 코로나19 팬데믹 발생 등이 맞물려 발생하면서 기업의 ESG 경영에 대한 이해관계자들의 관심과 중요성이 폭발적으로 증가하였다. 이에 국내 기업들은 최근 몇 년 사이에 빠른 속도로 ESG 경영을 추진하며, 새로운 시대적 요구에 맞는 경영 전략을 수립하여 대응해 나가고 있다.

ESG의 핵심 구성요소는 2006년 UN 주도하에 세워진 유엔 책임투자원칙(UN Principles for Responsible Investment, UN PRI)이 제시한 이래로 시대적 요구를 반영하면서 <표 2>에 제시된 것처럼 보다 다양화되고 세분화해 가는 추세이다. UN PRI는 금융 투자 원칙으로 ESG를 강조했다라는 점에서 현재 기업 경영에서 강조되는 ESG 프레임워크의 초석을 제시한 것으로 볼 수 있다(대한상공회의소·삼정KPMG, 2021).

<표 2> 주요 ESG 구성요소

중장기 기업가치에 직·간접적으로 큰 영향을 미치는 환경, 사회, 지배구조 측면에서의 비재무적 지표		
환경 (Environmental)	사회 (Social)	지배구조 (Governance)
<ul style="list-style-type: none"> <li>기후변화 및 탄소배출</li> <li>에너지 효율</li> <li>대기 및 수질 오염</li> <li>폐기물 관리</li> <li>자원 순환</li> <li>책임 있는 원재료 조달</li> <li>생물다양성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>안전·보건 관리</li> <li>인적자본 및 인권보호</li> <li>다양성, 형평성, 포용성</li> <li>고객만족</li> <li>공급망 관리</li> <li>데이터보호 및 개인정보보호</li> <li>지역사회 관계</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 구성과 활동</li> <li>주주의 권리</li> <li>뇌물수수·반부패</li> <li>로비·정치 기부금</li> <li>컴플라이언스</li> <li>공정경쟁</li> <li>리스크 관리</li> </ul>

## 2. 기업의 ESG 성과와 평가

전 세계적으로 ESG 경영이 중요해짐에 따라 기업들은 매년 지속가능경영보고서를 작성하여 ESG 경영 활동과 성과를 투명하게 공개하고 있으며, 그린워싱 문제, 투자 의사결정 등에 대응하기 위해 외부 기관의 제3자 검증 등을 거친 투명하고 공신력 있는 정보를 이해관계자들에게 제공하고 있다. 미국 지속가능성 연구소 G&A(Governance & Accountability Institute)에 따르면 2022년 S&P 500 기업의 약 96%가 지속가능보고서를 발간<sup>3)</sup>하였으며, 국내의 경우 2022년 10월 기준 시가총액 200대 기업 중 약 71%(143개사)가 지속가능경영보고서를 발간한 것으로 조사됐다<sup>4)</sup>.

기업들의 ESG 활동 및 성과를 측정하고 비교하기 위해 국내외 ESG 평가기관도 늘어나고 있다. 해외 ESG 평가기관의 경우 MSCI, FTSE 등 전문 평가회사와 S&P, Moody's 등 신용평가회사, Refinitive, Sustainalytics 등 재무정보회사로 구분될 수 있다. 국내의 경우 한국ESG기준원(구 한국기업지배구조원, KCGS), 서스틴베스트, 대신경제연구소가 대표적인 평가기관으로 알려져 있다(이혜미, 2021). 국내외의 다양한 ESG 평가기관들을 통해 기업들은 ESG 전략과 성과에 대해 객관적이고 공정한 평가를 받고 있다. ESG 평가요소에는 온실가스 배출량 관리, 생물다양성, 인권, 협력사 지원, 사회공헌, 준법경영 등 환경·사회·지배구조 측면에서 기업의 다양한 활동들이 직접적으로 반영되고 있다. 나아가 기업은 ESG 평가기관을 통해 우수한 평가를 받음으로써 금융시장에서의 경쟁력을 향상시키고, 직원 만족도와 고객의 신뢰도를 높이고, 브랜드 가치를 상승시키는 등 이해관계자와의 관계에서 기업의 ESG 경영은 다양한 긍정적인 효과를 불러일으킨다.

그러나 최근 ESG 경영의 확산과 함께 그린워싱 이슈가 불거지고 있다. 그린워싱은 겉으로만 친환경 이미지를 부풀리거나 과장하여 경제적 이익을 창출하고자하는 것으로, 이는 오히려 이해관계자들에게 혼란과 불신을 초래해 기업 이미지에 부정적인 영향을 미치게 된다(차경욱·이은희·유현정, 2013). 한국 스타벅스는 국내 최초 종이 빨대 도입과 같은 친환경 경영에 적극적으로 나서고 있으나, 동시에 잦은 기획상품(MD) 출시와 플라스틱 사용으로 그린워싱 논란이 제기되고 있다. 이처럼 기업의 활동이 실제 성과로 이어지지 않는 것을 '디커플링(Decoupling)'이라고 하며, 기업이 사회적 책임을 다하기 위해 제도를 도입하지만 현실적인 운영 사이에서 발생하는 간극인 디커플링 현상은 기업의 전략적 선택과 필요에 따라 나타날 수 있다(이현실·권순원, 2022).

ESG 성과와 관련된 디커플링 현상에 주목한 실증 연구는 부족한 편으로, 국내 기업의 일·가정 양립 정책, 기업 내부의 CSR 활동 또는 공공기관의 성과중심 인사제도 등 사회(S) 영역과 관련된 디커플링 현상에 주목한 분석이 주를 이루고 있다. 이에 본 연구는 ESG 경영 추진을 위한 기업의 제도의 도입, 실행 등과 실제 경제적 가치와 사회적 가치 창출에 미치는 영향을 종합적으로 살펴보고자 한다. 또한, 기업의 ESG 각 영역에서의 성과가 이해관계자별로 어떠한 영향을 미치는지 분석해 보고자 한다.

3) 2021 Sustainability Reporting in Focus, G&A Institute, 2022.11

4) 국내 시총 200대 기업 지속가능경영보고서 조사·분석결과 발표, ESG행복경제연구소, 2022.11.04

### 3. 선행연구의 검토 및 연구주제

#### (1) 기업의 ESG 평가와 기업가치에 관한 연구

현대의 경영 환경에서 다양한 이해관계자들과의 상호작용과 사회·환경적 책임의 인식은 기업의 지속가능성을 달성하기 위해 필수적인 요소이다. 이해관계자는 주주, 투자자, 근로자, 고객, 협력사, 정부, 지역 사회를 포함하여 조직과 상호작용하는 사람을 포괄하며, 조직의 지속가능한 경영에 있어 이해관계자의 요구를 충족시키는 것은 필수적인 것으로 볼 수 있다(Bryson, 1955; Freeman, 1984; Eden & Ackerman, 1988). 기업은 재무 성과뿐만 아니라 기업의 투자 활동이 사회·환경적 차원에서 미칠 긍정적 영향을 동시에 고려하여 주주뿐만 아니라, 고객, 종업원, 정부 등 다양한 이해관계자의 가치를 증진시켜야 한다.

그동안 국내에서는 기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 기업의 재무적 성과, 기업 평판, 종업원 몰입도 등 다양한 성과에 대한 연구가 진행되어 왔다. 최근에는 ESG를 중심으로 기업의 지속가능한 성장을 위해 환경, 사회, 지배구조 영역에서의 활동이 이해관계자들에게 어떠한 영향을 미치는지에 대한 연구들이 많아지고 있다. 특히, ESG 활동과 재무적 성과와의 상관관계에 관한 연구가 가장 활발하게 이루어지고 있다.

대부분의 연구들은 ESG 성과와 기업가치가 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있다고 주장하였다(Tsoutsoura., 2004; 장승욱·김용현, 2013; 이정은 등 2013; 이걸주·이호갑·오덕교, 2017; Albuquerque et al., 2020). 기업의 사회적 책임 활동은 기업 이미지를 개선하고 고객의 충성도를 높이고 잠재적인 이해관계자들의 갈등 수준을 감소시키므로 장기적으로 기업 가치를 제고시킨다고 설명하고 있다.

그러나 기업의 ESG 활동이 기업가치를 향상시키는 요인이지만 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 영역별 성과로는 차이를 보이는 연구결과도 있다. 오근혜·윤평구·강승모(2012)는 ESG 등급을 통해 기업가치 및 재무성과를 실증 분석한 결과 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타냈으나, 사회(S)와 지배구조(G)에서는 유의미한 결과를 찾을 수 없었다. 임욱빈(2019)은 한국ESG기준원의 점수를 활용하여 Tobin's Q를 분석한 결과 환경(E) 등급을 제외한 ESG 합산점수와 사회(S), 지배구조(G) 등급은 당기와 차기의 기업가치를 증가시키는 결과를 발견하였다.

또한, 일부 연구에서는 기업의 ESG 활동이 긍정적인 효과를 가지고 오지 않을 가능성을 제기하였다. 특히, CSR 활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 연구가 다수 존재한다. Pava & Krausz(1996)는 기업의 CSR 활동은 추가적인 비용을 발생시키고, 기업의 재무 성과에 부정적인 영향을 미치거나 관련이 없다고 주장하였다. Barnea & Rubin(2010)은 CSR 활동은 경영자가 개인적인 명성을 축적하거나 사적이익을 얻을 수 있지만, 이로 인해 대리인 비용이 발생하여 재무 건전성과는 부정적인 상관관계가 존재하여 기업의 경쟁력 약화로 이어질 수 있다고 주장하였다.

이처럼 기업의 ESG 활동과 기업의 재무성과 혹은 기업가치 간의 관계를 살펴본 실증연구들의 결론은 엇갈리고 있으며, 국내 기업을 분석한 연구들도 일관된 결과를 찾지 못하고 있

다(김세희·선우희연·이우중·정아름, 2022).

배당정책은 기업의 중요한 재무적 의사결정으로써 주주가치와 밀접한 연관성을 갖는다(이지혜·변희섭, 2014). 배당은 주주 환원의 의미를 넘어 기업의 현재 성과 및 미래 성장성에 대한 정보를 제공하여, 안정적인 기업가치의 성장을 보여주는 지표이다(김윤정, 2021). 지배구조 수준과 배당 간의 연관성에 대한 연구는 두 가지 상반된 견해를 지지하는 결과가 혼재되어 나타났다. 대체가설(substitute hypothesis)에 따르면 기업의 지배구조가 좋을수록 경영자의 사적행위도 적기 때문에 상대적으로 배당 가능성이 적어지며, 반대로 투자자 보호나 기업지배구조가 약한 경우 오히려 이를 보완하기 위해 배당을 더 많이 지급한다(La Porta et al. 2000; John & Knyazeva, 2006). 반면에 결과가설(outcome hypothesis)을 지지하는 연구에 의하면 질 좋은 지배구조 하에서는 대리인 비용을 줄이고, 경영자가 소액주주를 위한 적극적인 투자자 보호 및 주주환원 정책을 취한다고 보았다(Jiraporn & Ning, 2006).

국내의 기업의 경우, ESG 성과가 우수한 기업일수록 배당을 지급하였으며, 배당률도 높게 나타났다. 또한 ESG의 구성항목인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)의 각각의 성과를 이용한 분석에서도 각 항목의 성과가 우수할수록 배당의사결정에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다(남혜정·김현정, 2021; 김영환·정성창, 2022). 기업은 ESG 활동을 통해 경영자를 효과적으로 견제하고 과도한 투자행위를 방지함으로써 대리인 문제를 완화하면서 배당 향상을 기대할 수 있다. 그러나 아직 국내에서는 ESG와 배당간의 실증분석 연구가 미미하여 일반화에 한계가 있을 수 있다.

내부 이해관계자인 근로자는 조직 내부 성과를 창출하기 위해 일하는 주체이자 기업 전략을 실행하는 주체라는 점에서 근로자의 인식과 반응을 살펴보는 것은 기업의 사회적 책임의 효과성을 이해하는 데 중요한 요소이다(최병권·문형구·주영란, 2017). 그동안 ESG와 근로자에 대한 연구는 주로 직무만족, 조직몰입, 이직의도 등 직무 태도 및 조직 문화와 관련된 주제들이 주를 이루고 있었으며, 설문조사를 바탕으로 하는 표본분석이 대부분 이루어졌다. 이병일(2015)의 연구에서 ESG 경영 요소 중 기업의 사회적 책임 경영과 근로자의 임금과 근속연수에 각각 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG 성과는 잠재적인 근로자에게 기업의 매력과 관련이 있고, 기업의 높은 ESG 성과는 인재를 유치하고 기업가치를 높이는 데 경쟁 우위를 제공할 수 있다(Liu & Nemoto, 2021).

임종욱(2018)은 ESG 사회 평가와 사회공헌 활동비와의 관계 연구에서 기업의 사회공헌활동비가 ESG 사회(S) 등급에 양(+)의 영향을 주고 있으며, 이러한 결과는 기업의 사회공헌활동비가 증가(감소)하면 ESG 사회평가 점수가 향상(감소)함을 의미한다고 하였다. 사회적 책임 활동은 추가적인 비용 발생으로 이익이 감소하여 주주의 부에 희생을 전가하기도 하지만 기업 이미지가 개선되는 작용으로 이익이 증대되기 때문에 이해관계자들의 부를 극대화하고 갈등을 감소시켜 기업가치를 높이는데 기여한다(이광윤·김진배·양대천, 2012). 한편, 사회적 책임 활동으로 인한 비용이 지출하게 되면서 오히려 기업가치를 훼손한다는 연구도 존재한다. 기업의 사회공헌 활동은 부가적인 비용을 발생시켜 이익을 감소시키므로 주주가치를 훼손 시켜 단기적으로 기업의 가치를 떨어뜨린다고 주장하였다(Pava & Krausz, 1996;

Write & Ferris, 1997). 즉, 이는 사회적 책임 활동의 성격에 따라 기업에 미치는 영향이 달라진다는 것을 시사한다.

오상희·이승태(2019)는 ESG 통합 등급, 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)가 각각 기업의 경영성과에 영향을 미치는지 위계적 회귀분석을 통하여 분석하였다. 기업성과를 나타내는 기업가치와 주가수익률 모두 지배구조가 유의적으로 가장 많은 영향을 미치고, 그 다음으로 ESG가 영향력을 미치는 것을 밝혔다. 이처럼 ESG 활동은 다양한 경로로 기업가치를 창출할 가능성을 가지고 있으며(Cornell & Damodaran, 2020). 기업은 사회·환경적 행동을 통해 이해관계자와 지속가능하고 생산적인 관계를 구축함으로써 경쟁 우위를 확보할 수 있다(Jones, 1995).

## (2) 선행 연구의 한계와 연구 주제

선행 연구들을 통해 다음과 같은 몇 가지 시사점을 요약해 볼 수 있다.

첫째, 현재까지 ESG와 관련된 연구들은 주로 재무적 관점 또는 기업가치 중심으로 연구들이 활발히 이루어졌다. 하지만, 연구를 정(+), 상관관계를 나타낸 연구, 무(0)의 상관관계나 부(-)의 상관관계를 나타낸 연구, 선순환관계를 나타낸 연구 등 상호가 일치된 연구결과를 제시하지 못했다. 또한, 국내의 연구들은 ESG 활동과 재무적 성과에 관한 연구에서 유의미한 양(+)의 관계를 대부분 보이고 있지만, 해외에서는 비용 증가로 인해 음(-)의 관계성을 발견한 연구도 존재한다. 따라서, 본 연구에서는 ESG 활동과 주주·투자자 관점에서의 기업가치에 미치는 영향에 대해 면밀하게 살펴보고자 한다.

둘째, 장기적인 기업가치를 측정할 성과지표로 Torbin's Q를, 단기 수익성을 측정할 재무성과 지표로는 ROA 및 ROE 등이 다수 사용됨을 선행 연구를 통해 알 수 있다.

셋째, ESG 성과를 영역별로 나눠서 보거나, 하나의 이해관계자를 중심으로 살펴본 파편적인 연구는 많았으나, E, S, G 각 영역의 성과를 이해관계자별로 나누어 종합적으로 고려한 연구는 없다. 따라서, 본 연구에서는 기업의 ESG 활동이 영역별로 이해관계자별로 미치는 영향에 대해 살펴보고자 한다.

넷째, ESG 활동이 재무성과에 미치는 영향을 살펴본 경우 객관적인 정량 데이터로 연구하였지만, ESG 활동과 종업원 만족도, 조직문화, 브랜드 가치 등을 살펴본 경우 재무적 성과가 아닌 설문조사 방법론 중심의 연구들이 많았다. 설문조사에 기반한 분석은 객관적인 데이터가 아닌 주관적인 자료들을 가지고 연구하는 것이기 때문에 객관성이 다소 떨어질 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 기업의 ESG 활동으로 인해 창출되는 사회·경제적 가치를 측정하기 위해 보다 객관적인 데이터를 중심으로 실증분석을 실시하였다.

마지막으로, ESG에 대한 실증연구들이 진행되고 있으나, ESG 각 영역에서 상대적 중요도를 파악하기 위한 위계적 연구 분석은 국내에서 거의 이루어지지 않았다. 그러나 이해관계자들이 기업에 대한 사회적 기대가 기업마다 다를 수 있으며, 기업이 창출하는 경제적·사회적 가치가 이해관계자에게 미치는 영향 정도도 다를 수 있기 때문에 본 연구에서는 이를 살펴보고자 한다.

### III. 연구의 설계 및 분석 방법

#### 1. 표본 선정과 자료 수집

본 연구에서는 기업의 ESG 활동을 분석하기 위해 한국ESG기준원(이하 KCGS)에서 매년 발표하는 기업별 ESG 평가 등급 자료를 사용하였다. 분석을 위해 ESG 평가 등급은 2019년부터 2022년까지 한국거래소에 상장된 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 더불어 기업의 일반 사항 및 재무 자료는 (사)한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000과 한국신용평가사에서 제공하는 KIS-Value를 이용하여 수집하였다. 구체적으로는 다음과 같은 조건을 충족하는 기업을 표본으로 구성하여 분석을 진행하였다.

- (1) KCGS에서 ESG 평가 자료가 공개된 기업
- (2) 금융업·보험업을 제외한 기업
- (3) 회계결산일이 12월인 기업
- (4) TS2000과 KIS-Value를 통해 일반사항 및 재무 자료를 입수할 수 있는 기업

첫째, KCGS에서 2019년부터 2022년까지의 ESG 평가 자료가 공개된 기업들을 최종적으로 연구 대상에 포함 시켰다. 국내 ESG 평가기관은 해외 평가사보다 국내 사정에 밝기 때문에 더 많은 비재무 정보를 바탕으로 ESG 평가가 가능하다. 또한 국내 기업의 특수성을 고려한 평가 지표를 추가하기 때문에 우리나라 기업을 평가할 때 더 적합할 수 있다(박지원·이예림, 2022). KCGS의 ESG 평가모형은 OECD 기업지배구조 원칙, ISO 26000을 포함한 글로벌 스탠다드에 부합할 뿐만 아니라 국내 법제 및 경영환경을 반영한 ESG 평가 모형을 개발하여 평가를 수행하고 있다<sup>5)</sup>. KCGS 평가 등급은 평가대상연도 다음해 6~9월에 공개된 자료를 기반으로 1차 평가가 실시되며, 이를 토대로 양방향 피드백을 실시하여 추가적인 평가 데이터를 수집한다. 따라서, 최종 평가 등급은 평가대상연도 다음 해 10월 이후에 발표가 된다(박소현 외, 2022). 따라서, 본 연구의 표본은 KCGS에서 발표한 2019년부터 2022년까지의 데이터이므로, ESG 평가대상연도는 2018년부터 2021년이다.

둘째, 금융업·보험업을 제외한 기업을 표본으로 사용하였다. KCGS는 2018년부터 금융회사(비상장회사 포함)에 특화된 지배구조 평가모형을 제정하고, 이에 따른 평가를 실시하여 금융회사 지배구조 등급을 부여<sup>6)</sup>하고 있다. 또한, 금융·보험업은 재무제표의 구조가 다른 산업군과 차이가 있으므로 비교가능성의 문제로 표본에서 제외하였다.

셋째, 12월 결산법인을 표본으로 사용하였다. 대부분의 국내 기업의 회계결산일이 12월로 채택하고 있으며, 결산이 상이함에 따른 기간비용의 회계처리 등에 문제를 통제하기 위해 표본을 제한하였다.

5) 한국ESG기준원(KCGS) 홈페이지 참고. [http://www.cgs.or.kr/business/esg\\_tab01.jsp](http://www.cgs.or.kr/business/esg_tab01.jsp)

6) 한국ESG기준원(KCGS) 홈페이지 보도자료 참고. [http://www.cgs.or.kr/news/press\\_view.jsp?no=146](http://www.cgs.or.kr/news/press_view.jsp?no=146)

마지막으로, TS2000과 KIS-Value를 통해 분석에 필요한 기업의 일반사항 및 재무 자료를 입수할 수 있는 데이터를 표본으로 사용하였다. 기업의 특성과 관련된 데이터는 TS2000을 통해 수집하였으며, 재무 정보의 경우 결측치가 상대적으로 적은 것을 보완하기 위해 KIS-Value의 데이터를 사용하였다. 따라서, 본 연구에서는 종업원 수, 1인당 연간 평균 급여, 설립일, 배당률 등은 TS2000의 데이터를 사용하였으며, 총 부채, 총 자산, 당기순이익, 기말시가총액, 기부금, 부채비율, 유동비율, 외국인지분율 등의 재무 정보는 KIS-Value의 데이터를 결합하여 사용하였다.

본 연구에 사용된 표본은 아래 <표 3>과 같다. 2019년 685개, 2020년 825개, 2021년 896개, 2022년 921개로 총 3,327개이다.

<표 3> ESG 통합 및 영역별 분포도

ESG 통합 등급					환경(E)				
등급	2019	2020	2021	2022	등급	2019	2020	2021	2022
A+	4	11	7	3	A+	2	7	5	4
A	46	88	163	109	A	31	52	105	75
B+	114	131	143	121	B+	81	99	125	105
B	237	286	276	88	B	234	231	189	87
C	252	286	288	267	C	158	186	187	200
D	32	23	19	333	D	179	250	285	450
합계	685	825	896	921	합계	685	825	896	921

  

사회(S) 등급					지배구조(G)				
등급	2019	2020	2021	2022	등급	2019	2020	2021	2022
A+	29	63	114	69	A+	7	9	8	5
A	77	70	114	146	A	42	98	164	83
B+	138	193	129	121	B+	193	224	382	164
B	215	285	209	89	B	256	306	261	184
C	202	209	290	200	C	153	165	69	219
D	24	5	40	296	D	34	23	12	266
합계	685	825	896	921	합계	685	825	896	921

## 2. 변수 설명

### (1) 독립변수

본 연구에서는 기업의 ESG 활동에 대한 변수로서 KCGS에서 제공하는 ESG 등급 자료를 사용한다. KCGS는 매년 ESG 평가 등급을 통합 등급과 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 3개의 영역별 등급을 발표하고 있으며, S, A+, A, B+, B, C, D까지 7개로 등급을 구분하고 있다. 지배구조 영역에서 2017년 금융사 중에서 처음으로 'S등급'을 받은 이후 지금까지 S등급 받은 기업은 없다. 본 연구에서는 2019년 이후의 데이터를 활용하고 있기 때문에 A+에서부터 D까지 등간척도로 변환하여 ESG 활동의 대응치로 활용하고자 한다. 즉, A+은 6점, A는 5점, B+은 4점, B는3점, C는 2점, D는 1점으로 점수를 부여하였다.

### (2) 종속변수

최근 전 세계적으로 기업의 사회·경제적 가치 창출에 대한 관심이 증가하고 있다. 기업은 매년 지속가능경영보고서를 통해 이해관계자에 대한 경제적 가치 배분 총액을 공개하고 있다. 이해관계자에 대한 경제적 가치 배분이란 기업이 경영활동을 통해 창출한 가치 중 이해관계자와 나눈 부분을 재무적 성과로 측정된 가치를 의미한다. 기업들마다 측정 기준이 조금씩 상이하며, 주로 배당금, 종업원 급여, 원재료비, 기부금 등이 포함된다<sup>7)</sup>.

본 연구에서는 이해관계자에 대한 사회·경제적 가치를 측정하기 위해 주주 및 투자자에 해당하는 지표로는 기업성과를 측정할 수 있는 총자산이익률(ROA), Tobin's Q, 배당성향을, 임직원의 경우 종업원 수, 종업원 급여, 지역사회는 경우 기부금을 통해 살펴보고자 한다.

주주 및 투자자의 입장에서는 이익을 극대화하기 위해 기업의 성과 지표는 매우 중요하다. 따라서, 본 연구에서는 기업가치 산정의 대응치로 Tobin's Q와 총자산이익률(ROA) 활용하고, 평균 배당률 종속변수로 살펴보고자 한다. 기업의 성과를 측정하는데 있어 수익성 지표인 총자산이익률(ROA)은 과거 성과를 기초로 평가되는 측면이 있고, Tobin's Q는 기업의 문화 등 기업의 시장가치를 활용하여 산출된 지표로 무형의 자산을 포괄한 시가총액을 기반으로 측정되어 보다 장기적인 관점에서 평가하는 측면이 있다(McGuire & Schneeweis & Hill, 1986; Lee & Grewal, 2004). 총자산이익률(ROA)와 Tobin's Q 값이 클수록 투자유인을 가지는 것으로 평가된다. 또한, 배당정책은 기업의 중요한 재무적 의사결정으로써 주주가치와 밀접한 연관성을 갖는다(이지혜·변희섭, 2014). 배당은 주주 환원의 의미를 넘어 기업의 현재 성과 및 미래 성장성에 대한 정보를 제공하여, 안정적인 기업가치의 성장을 보여주는 지표이다(김윤정, 2021).

다양한 이해관계자들의 기대를 충족하는 과정에서 근로자는 기업 내부의 이해관계자로 가장 밀접한 관계에 속해 있다고 볼 수 있다. Delaney & Huselid(1996)은 기업 경영에 있어 인적자원관리는 가장 중요한 요소 중 하나이며, 종업원 훈련, 성과보상 등이 기업성과에

7) K-ESG 팩트북 2021, 전국경제인연합회, 2021.11.24

정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 기업은 임직원을 고용함으로써 일자리 창출과 고용 안정성에 기여하며, 종업원 보상을 통해 사회·경제적 가치를 창출하고 있다. 또한, 기업은 고성과 작업 조직(High Performance Work Organization)은 생산성을 향상 시켜 재무성과를 높이고 이직률을 낮추는데 효과적이므로 인적자원 관리가 매우 중요하다(신은종, 2009). 또한, 종업원 보상은 일반적으로 기업가치의 상승의 요인이며, 시장에서 긍정적으로 받아들여지고 있다. 종업원과 관련된 변수로 급여는 밀접한 관련이 있으며, 기업가치에 영향을 미치는 중요한 요인이다(지성권·신성욱·한상헌, 2002). 따라서, 본 연구는 근로자와 관련된 지표 중 종업원 수와 1인당평균급여에 초점을 맞추어 연구를 수행한다.

마지막으로, 지역사회의 경우 기부금을 통해 살펴보고자 한다. 기업은 사회공헌을 목적으로 기부금 후원, 봉사활동 등을 통해 기여하고 있기 때문이다.

### (3) 통제변수

ESG 평가 점수가 기업의 ESG 활동에 미치는 영향을 살펴보기 위해 코로나19 더미 변수(COVID), 기업규모(SIZE), 업력(AGE), 유동비율(LIQ), 부채비율(LEV), 외국인지분율(FOR) 통제변수를 포함하였다.

통제변수로 코로나19 기간(COVID)을 구분하여 코로나 19라는 특정한 상황을 전후로 유의미한 효과가 나타나는지 검증해 보고자 한다. 기업규모(SIZE)는 총자산의 로그값으로 대리변수를 사용하였다. 기업이 규모가 커지고 성숙단계에 접어들면 일반적으로 성장성과 가치가 하락한다. 업력(AGE)은 기업가치 관련 연구에서 통제변수로 많이 사용되는 변수로 오래 시장에서 활동한 기업이 정보 비대칭 문제가 적을 것이고 기업가치가 높을 수 있다. 또는 업력이 오래되었다는 점은 기업이 성숙기에 접어들어 추가적 성장 가능성이 제한되고 따라서 기업가치가 높지 않을 수 있다고도 해석할 수 있다. 유동비율(LIQ)은 유동부채에 대비해 유동할 수 있는 자산이 기업 성과에 큰 영향을 미치기에 기업의 통제변수로 설정했다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나눈 값으로, 부채비율이 높은 기업은 재무건경에 처할 가능성이 높고 세제혜택의 상대적 크기에 따라 기업가치에 긍정적 또는 부정적 영향을 미칠 수 있다(강원·정무권, 2020). 외국인 지분 비율 역시 투자자의 정보 비대칭성으로 인해 외국인 지분 비중이 높을수록 기업가치가 높을 수 있다는 점에서 통제변수로 설정하였다. 이들 변수는 다수의 선행연구에서 기업의 성과 및 가치를 결정하는 요인으로 증명되었다.

<표 4> Variables definition

	Variables	Notations	Definitions
종속 변수	Tobin's Q	TQ	(시가총액+부채 장부가치)/(총자산 장부가치)
	총자산이익률	ROA	당기순이익/총자산
	배당률	DIV	현금배당/총자산
	임직원 수	lnEMP	회계연도 말 총 임직원 수의 자연로그 값
	1인당평균급여	SAL	회계연도 말 1인당 연간 평균 급여
	기부금	lnDON	기부금의 자연로그 값
독립 변수	ESG 통합 점수	ESG	ESG 통합 등급
	환경(E) 점수	ENV	환경 영역 평가 등급
	사회(S) 점수	SOC	사회 영역 평가 등급
	지배구조(G) 점수	GOV	지배구조 영역 등급
통제 변수	COVID Dummy	COVID	회계연도가 2021년 이전이면 0, 아니면 1
	기업 규모	lnSIZE	자산총계의 자연로그 값
	업력	AGE	기준연도 - 기업의 설립연도
	유동비율	LIQ	유동자산/유동부채
	부채비율	LEV	총부채/총자산
	외국인 지분율	FOR	외국인 보유주식수/전체주식수

### 3. 분석 방법

본 연구는 ESG 기업 활동이 이해관계자에 미치는 영향을 검증하기 위해 2019년부터 2022년까지 4개년의 패널 자료로 표본을 재구성해 데이터 분석을 실시하였다. 패널 자료는 시계열(time series) 분석과 횡단면(cross-section) 분석을 동시에 수행할 수 있기 때문에 실증 연구 분석에서 널리 쓰이고 있으며, 동일 표본을 유지하므로 관찰되지 않는 패널의 속성을 효과적으로 통제하여 독립변수의 영향을 보다 정확히 살펴볼 수 있다. 패널 분석 모델의 가장 대표적인 모형으로는 고정효과모형과 임의효과모형(Random Effect Model)이 존재하나, 하우스만 검정(Hausman Test)의 결과를 토대로 본 연구에서는 고정효과 모형(Fixed Effect Model)에 의한 패널 분석을 실시하였다.

본 연구의 독립변수는 KCGS의 2019년부터 2022년까지의 데이터를 활용하였으나, 최종 평가연도는 대상연도 다음해에 발표가 되므로 ESG 평가대상연도는 2018년부터 2021년이다. 또한, 종속변수의 경우 2020년부터 2022년까지의 기업 일반 사항 및 재무 데이터를 활용하여 인과 관계에 문제가 없다. 본 연구에서는 STATA를 활용하여 임의효과모형을 통해 분석하고자 한다.

## IV. 연구결과

### 1. 변수에 대한 기초 분석

아래 <표 5>는 본 연구에 사용되는 주요 변수의 기술통계량을 나타내고 있다. 본 연구를 수행하기 위해 2019년부터 2022년까지의 KCGS의 ESG 등급과 각 기업별 재무 데이터 등을 수집하였으며, 종속변수 6개, 독립변수 4개, 통제변수 6개의 기술통계량은 아래와 같다. 종속변수 중 종업원 수, 기부금과 통제변수 중 기업규모는 지나치게 편향된 분포를 보이기 때문에 자연 로그를 취했다.

<표 5> Descriptive statistics

Var.	Mean	Std	Min	Max
TQ	1.383	1.155	0.245	9.942
ROA	0.013	0.116	-2.018	0.961
DIV	49.441	160.276	0.000	3,674.980
lnEMP	5.998	1.556	0.693	11.707
SAL	65,812	28,799	5,000	579,000
lnDON	11.712	2.555	2.565	19.478
ESG	2.846	1.226	1	6
ENV	2.378	1.312	1	6
SOC	3.177	1.445	1	6
GOV	3.165	1.180	1	6
COVID	0.5	0.5	0	1
lnSIZE	27.022	1.419	23.447	33.192
AGE	40.406	20.373	2	126
LIQ	3.183	10.523	0.001	317.588
LEV	1.019	1.960	0	49.083
FOR	9.623	12.310	0	77.110

<표 6>은 분석을 위한 자료를 통해 각 변수들 간의 피어슨 상관관계를 분석한 결과이다. ESG 활동으로 인해 받은 평가 등급이 Tobin's Q(TQ)에 미치는 영향은 거버넌스(GOV) 점수를 제외하고 모두 음(-)의 상관관계를 보였으며, ROA와 배당성향과는 사회(SOC) 점수만이 음(-)의 상관관계를 보였다. COVID와는 모두 음의 상관관계를 보이고 있다. 이 외에 배당성향, 종업원 수, 1인당 급여, 기부금 등과는 모두 양의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 기업규모(SIZE)는 기업의 매출액으로 다른 독립변수들과 상관관계가 다소 높지만, 다중공선성을 일으킬 만큼의 수준은 아니다. 또한, 독립변수들 간의 상관관계가 높아 다중공선성의 문제가 있지만, ESG 통합, 환경(ENV), 사회(SOC), 지배구조(GOV)가 각각 개별 모델로 하여 분석하기 때문에 다중공선성에 따른 문제는 없다.

<표 6> 변수 간 상관관계

Var.	TQ	ROA	DIV	lnEMP	SAL	lnDON	ESG	ENV	SOC	GOV	COVID	lnSIZE	AGE	LIQ	LEV	FOR
TQ	1															
ROA	0.013	1														
DIV	-0.018	0.007	1													
lnEMP	-0.033	0.105	-0.031	1												
SAL	-0.005	0.192	0.013	0.093	1											
lnDON	-0.032	0.157	0.012	0.539	0.343	1										
ESG	-0.040	0.107	0.015	0.463	0.383	0.488	1									
ENV	-0.119	0.103	0.005	0.468	0.385	0.420	0.788	1								
SOC	-0.040	0.091	-0.010	0.489	0.383	0.520	0.851	0.711	1							
GOV	0.004	0.115	0.032	0.334	0.292	0.352	0.834	0.512	0.605	1						
COVID	0.029	0.091	-0.006	-0.018	0.125	-0.006	-0.053	-0.023	-0.049	-0.033	1					
lnSIZE	-0.138	0.172	-0.012	0.688	0.509	0.656	0.587	0.588	0.620	0.427	0.021	1				
AGE	-0.175	-0.056	0.036	-0.090	0.020	-0.061	-0.118	-0.005	-0.104	-0.145	-0.015	-0.018	1			
LIQ	0.043	0.038	0.013	-0.180	0.054	-0.112	-0.043	-0.038	-0.047	-0.019	-0.006	-0.061	0.020	1		
LEV	-0.038	-0.222	-0.032	0.152	-0.052	-0.037	0.014	0.063	0.031	-0.028	-0.034	0.091	-0.001	-0.100	1	
FOR	0.135	0.195	-0.003	0.347	0.285	0.356	0.266	0.237	0.266	0.237	-0.040	0.417	-0.107	0.023	-0.091	1

## 2. ESG 활동이 이해관계자별로 미치는 영향

본 연구에서는 기업 ESG 활동의 대응치인 ESG 평가 점수가 주주·투자자, 근로자, 지역사회 이해관계자에게 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

### (1) 기업의 ESG 활동이 주주 및 투자자에게 미치는 영향

먼저, 다음의 <표 7>은 기업의 ESG 활동이 주주 및 투자자에게 미치는 영향을 실증 분석한 결과이다.

모델 1에서 모델 4까지는 기업의 ESG 활동이 Tobin's Q에 미치는 영향을 살펴보았다. 모델 1을 통해 통제변수와 종속변수 ESG 통합 점수 간의 관계를 살펴보면, 기업규모와 업력은 Tobin's Q에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 유동비율과 외국인 지분율은 Tobin's Q와 통계적으로 유의미한 양(+)의 관계를 보였다. 한편, ESG 통합 점수는 Tobin's Q와 유의미한 양(+)의 관계를 보이고 있다( $p < .001$ ). 이는 ESG의 통합 점수가 높을수록 기업의 장기적 가치가 상승하는 것을 의미한다. 모델 2에서 모델 4까지는 ESG 개별 점수로 나누어 살펴보았다. 환경 점수와 Tobin's Q와는 유의미한 결과가 나타나지 않았으며, 사회 점수와 지배구조 점수 각각과 Tobin's Q의 관계는 양(+)의 방향으로 유의미 했다(각각  $p < .05$ ,  $p < .001$ ). 이를 종합해 보자면, ESG 통합 점수와 사회, 지배구조 점수는 기업의 장기적 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

모델 5부터 8까지는 기업의 ESG 활동이 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향에 관한 분석 결과를 제시하고 있다. 모델 5에서 ROA와 코로나19 기간과 기업규모는 양(+)의 방향으로 유의미한 것으로 나타났으며, 부채비율의 경우 ROA에 음(-)으로 방향으로 유의미하였다. ESG 통합 점수 및 환경(E) 점수와 ROA 간에는 양(+)의 관계를, 사회(S) 점수와 ROA 간에는 음(-)의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지 않았다. 지배구조(G) 점수와 ROA 는 유의한 양(+)의 관계를 보였다( $p < .01$ ). 이는 지배구조 측면에서의 활동이 단기적인 재무성과에 이익을 가져 올 수 있다는 것을 의미한다.

모델 9에서 모델 12까지는 기업의 ESG 활동이 배당에 미치는 영향을 검증하였다. 통제변수 중 기업규모와 외국인 지분율이 배당성향에 대해 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 기업의 ESG 활동이 배당률에 모두 양(+)의 관계를 나타내었으나, ESG 통합 점수와 사회(S), 지배구조(G)에서 유의한 정(+)의 관련성을 보였다(각각  $p < .1$ ,  $p < .1$ ,  $p < .01$ ). 이는 기업의 ESG 활동 중에서도 특히 지배구조에서의 관련 활동은 배당률을 높여 주주 및 투자자의 가치를 창출한다고 볼 수 있다.

<표 7> ESG 활동이 주주 및 투자자에게 미치는 영향

Var.	Tobin's Q(TQ)				총자산이익률(ROA)				배당률(DIV)			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
ESG	.068*** (.017)				.002 (.002)				3.279+ (1.820)			
ENV		-.007 (.016)				.000 (.002)				.594 (1.659)		
SOC			.039* (.015)				-.003 (.002)				2.890+ (1.617)	
GOV				.097*** (.015)				.006** (.002)				3.429* (1.614)
COVID	.064 (.046)	.106* (.045)	.094* (.045)	.008 (.047)	.017* (.006)	.018** (.006)	.019** (.006)	.012+ (.007)	4.422 (4.822)	6.079 (4.753)	5.633 (4.723)	2.927 (4.968)
lnSIZE	-.445*** (.073)	-.448*** (.074)	-.449*** (.074)	-.437*** (.073)	.114*** (.010)	.113*** (.010)	.114*** (.010)	.114*** (.010)	23.457** (7.471)	23.322** (7.476)	23.224** (7.471)	23.733** (7.471)
AGE	-.039+ (.021)	-.063** (.021)	-.055** (.021)	-.012 (.022)	-.008** (.003)	-.009** (.003)	-.009** (.003)	-.005+ (.003)	1.378 (2.259)	.404 (2.204)	.798 (2.194)	2.038 (2.327)
LIQ	.003+ (.002)	.004+ (.002)	.003+ (.002)	.003+ (.002)	.0002 (.0003)	.0002 (.0003)	.0003 (.0003)	.0002 (.0003)	-.123 (.210)	-.114 (.210)	-.128 (.210)	-.123 (.210)
LEV	.005 (.008)	.006 (.008)	.005 (.008)	.005 (.008)	-.005*** (.001)	-.005*** (.001)	-.005*** (.001)	-.005*** (.001)	-.342 (.906)	-.302 (.906)	-.342 (.906)	-.321 (.905)
FOR	.026*** (.004)	.027*** (.004)	.027*** (.004)	.026*** (.004)	.0003 (.001)	.0004 (.001)	.0003 (.001)	.0003 (.001)	.833+ (.432)	.840+ (.432)	.845+ (.432)	.835+ (.432)
Constant	14.490*** (2.052)	15.728*** (2.043)	15.295*** (2.039)	13.109*** (2.058)	-2.750*** (.282)	-2.710*** (.280)	-2.680*** (.280)	-2.878*** (.284)	-659.457** (210.123)	-609.513** (208.592)	-630.311** (208.371)	-694.372** (212.113)

\*\*\* $p < .001$ , \*\* $p < .01$ , \* $p < .05$ , + $p < .10$  수준에서 유의(양측검정)

## (2) 기업의 ESG 활동이 근로자에게 미치는 영향

다음의 <표 8>은 기업의 ESG 활동이 내부 이해관계자인 근로자에게 미치는 영향을 실증 분석한 결과이다. 더불어 ESG 통합점수 뿐만 아니라 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)로 영역을 구분한 영향도 함께 분석하였다. 먼저, 종업원 수는 통제변수인 업력, 유동비율과는 부(-)의 관련성을 보였으며, 기업규모, 부채비율, 외국인 지분율과는 유의한 정(+)의 방향성을 보였다. 또한, ESG 통합 점수와 영역별 점수 모두 종업원 수에 음(-)의 방향성을 보였으나, 지배구조 점수만이 유의한 음(-)의 관계로 그 영향이 통계적으로는 약한 것으로 나타났다( $p < .1$ ). 종업원 수의 경우 사회(S) 영역에서의 이슈로 자주 언급되고 있지만.

모델 5에서 모델 8까지는 기업의 ESG 활동이 종업원의 보상에 해당하는 1인당평균급여에 미치는 영향을 실증분석한 결과이다. 1인당평균급여의 경우, 기업규모, 업력과 유의한 양(+)의 관계성을, 부채비율과는 유의한 음(-)의 관계성을 보였다. 기업의 ESG 점수와 1인당평균급여에서는 사회(S)와 환경(E) 점수 순으로 양(+)의 유의미한 관계가 높게 나타났다(각각  $p < .01$ ,  $p < .1$ ).

기업의 ESG 활동이 근로자에게 미치는 영향에 대한 결과를 종합적으로 살펴보면 지배구조 성과와 종업원 수는 음(-)의 방향을, 환경과 사회 성과는 1인당평균급여와 양(+)의 방향을 보였다. 기업들은 코로나19 장기화에 따른 경영 불확실성 가중으로 신규 채용을 하지 않거나 채용 규모를 줄이는 경향을 보이고 있다<sup>8)</sup>. 이에 기업은 외부 신규 인력의 발굴과 영입에 상당한 비용을 지불하기 보다는 내부 인재를 유지하고 개발시키기 위해 더 많은 노력을 쏟고 있다.

기업은 근로자들의 역량 향상, 동기부여, 기회 증진의 고성과작업시스템(High Performance Work System, HPWS)을 통해 업무 만족도를 높이고 개인과 조직의 성과에 기여할 수 있다(김민영·이효주·박성민, 2016). 기업은 조직 내 인적자원 집중함으로써 재무성과를 높이고, 이를 통해 근로자들의 보상, 인센티브, 복리후생 등에 영향을 미쳐 조직의 선순환 구조를 확보해 나가는 것으로 이해 할 수 있다.

---

8) 김기훈. (2022.07.21.), 코로나19로 신규 채용 감소. 연합뉴스.  
<https://www.yna.co.kr/view/AKR20220720151400003>"

<표 8> ESG 활동이 근로자에게 미치는 영향

Var.	종업원 수 (lnEMP)				1인당평균급여(SAL) (단위: 백만 원)			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
ESG	-.007 (.009)				.384 (.298)			
ENV		-.001 (.008)				.507+ (.272)		
SOC			-.004 (.008)				.716** (.265)	
GOV				-.014+ (.008)				.116 (.265)
COVID	-.007 (.024)	-.010 (.023)	-.009 (.023)	.003 (.025)	.792 (.790)	.819 (.778)	.846 (.773)	.899 (.815)
lnSIZE	.518*** (.037)	.518*** (.037)	.518*** (.037)	.517*** (.037)	3.044* (1.225)	3.010* (1.224)	3.005* (1.223)	3.043* (1.226)
AGE	-.035** (.011)	-.033** (.011)	-.033** (.011)	-.040** (.011)	2.305*** (.370)	2.282*** (.361)	2.304*** (.359)	2.235*** (.382)
LIQ	-.007*** (.001)	-.007*** (.001)	-.007*** (.001)	-.007*** (.001)	.010 (.034)	.010 (.034)	.007 (.034)	.011 (.034)
LEV	.008+ (.004)	.008+ (.004)	.008+ (.004)	.008+ (.004)	-.712*** (.114)	-.711*** (.144)	-.716*** (.144)	-.708*** (.144)
FOR	.007*** (.002)	.007*** (.002)	.007*** (.002)	.007*** (.002)	.006 (.070)	.008 (.070)	.008 (.070)	.006 (.070)
Constant	-6.634*** (1.038)	-6.736*** (1.030)	-6.703*** (1.030)	-6.383*** (1.047)	-110.651** (34.429)	-108.995** (34.140)	-110.806** (34.102)	-107.159** (34.765)

\*\*\* $p < .001$ , \*\* $p < .01$ , \* $p < .05$ , + $p < .10$  수준에서 유의(양측검정)

### (3) 기업의 ESG 활동이 지역사회에 미치는 영향

기업의 ESG 활동이 지역사회에 미치는 영향을 살펴보기 위해 <표 9>는 기부금 액수를 활용하여 분석하였다. 기부금은 통제변수인 기업규모와 유의한 양(+ )의 영향을 보였다. 이는 기업규모가 클수록 기부금이 증가함을 시사한다. 다음으로 기업의 ESG 활동의 효과를 살펴보면, 사회(S) 점수는 기부금과 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 코로나19 영향으로 인해 대면 봉사활동 등에 대한 어려움으로 기업의 기부액이 감소한 것으로도 볼 수 있으나, 앞선 연구 결과를 통해 내부 이해관계자인 근로자에 투자를 집중하여 상대적으로 사회에 환원을 하는 금액이 증가하지 않거나 감소한 것으로도 해석할 수 있다.

<표 9> ESG 활동이 지역사회에 미치는 영향

Var.	기부금(lnDON)			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
ESG	-.049 (.039)			
ENV		-.020 (.035)		
SOC			-.094** (.035)	
GOV				-.052 (.035)
COVID	-.106 (.106)	-.128 (.105)	-.115 (.104)	-.084 (.110)
lnSIZE	.835*** (.177)	.836*** (.177)	.846*** (.177)	.829*** (.177)
AGE	.021 (.050)	.033 (.049)	.023 (.048)	.010 (.051)
LIQ	.002 (.006)	.002 (.006)	.003 (.006)	.002 (.006)
LEV	-.033 (.023)	-.033 (.023)	-.031 (.023)	-.033 (.023)
FOR	-.003 (.010)	-.003 (.010)	-.003 (.010)	-.003 (.010)
Constant	-11.557* (4.930)	-12.165* (4.902)	-11.773* (4.886)	-10.950* (4.979)

\*\*\* $p < .001$ , \*\* $p < .01$ , \* $p < .05$ , + $p < .10$  수준에서 유의(양측검정)

### 3. ESG 활동의 상대적 중요성

앞에서는 기업의 ESG 종합점수와 E, S, G 영역별 점수가 이해관계자에게 미치는 영향에 대해 알아보았다. 기업이 ESG 활동을 통해 창출한 사회·경제적 가치에 대해서 E, S, G의 각 영역별 상대적 중요도가 다를 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 E, S, G 세 영역이 각 종속 변수에 미치는 상대적 중요도를 살펴보고자 한다.

각각의 종속변수에 대해 상대적으로 중요한 영향을 미치는 ESG 영역이 무엇인지 검증하기 위해 <표 10>은 환경(E) 점수를 기준으로 하여 사회(S), 지배구조(G) 영역의 상대 점수를 모형에 포함하여 분석하였다.

먼저, Tobin's Q와 배당률을 종속변수로 하는 경우에는 환경(E) 점수 보다는 사회와 지배구조 점수가 유의미하게 높은 것으로 나타났다. 회귀계수를 비교해본 결과, 기업의 장기적 가치를 높이는데 지배구조(G) 점수의 영향이 가장 크고, 사회(S), 환경(E) 점수 순으로 높은 중요도를 가지는 것으로 나타났다. 총자산이익률(ROA)에서는 지배구조 점수가 다른 영역에 비해 중요도가 높으며, 그 다음으로는 환경(E), 사회(S) 순서로 나타났다. 이를 통해 기업의 단기적 가치와 장기적 가치뿐만 아니라 배당과 같은 재무성과에 있어서는 지배구조(G)의 활동이 가장 긍정적이고 강한 영향을 미치는 것을 발견하였다.

근로자와 관련된 기업의 경제적·사회적가치 창출에 있어 종업원 수와 1인당평균급여에서는 사회(S)적 측면의 성과가 매우 중요한 것으로 나타났으며, 그 다음으로는 환경과 지배구조 성과가 중요한 것으로 나타났다.

지역사회 측면에서 바라본 기부금의 경우, 환경(E), 지배구조(G), 사회(S) 순으로 상대적 중요성이 높게 나타났다. 이는 ESG 세 영역 가운데서도 상대적으로 온실가스, 재생에너지 등 환경 정책에 집중되고 있으며, 기업도 환경 문제에 대한 중요성을 높게 인식하고 있다. 이에 따라 기업은 환경 영역의 투자와 활동을 확대하기 위해 친환경 단체에 대한 기부를 늘리고, 친환경 또는 녹색 캠페인과 같은 사회공헌 활동을 새롭게 운영하기 때문에 상대적으로 환경(E)이 가장 중요한 영향을 미치는 것으로 해석 할 수 있다.

<표 10> ESG 활동의 상대적 중요성에 관한 분석

Var.	Tobin's Q(TQ)	총자산이익률(ROA)	배당률(DIV)	종업원 수(lnEMP)	1인당평균급여(SAL) (단위: 백만 원)	기부금(lnDOV)
ESG	.064*** (.017)	.001 (.002)	3.227+ (1.834)	-.005 (.009)	.470 (.300)	-.056 (.040)
SOC	.777** (.235)	-.062+ (.034)	8.915 (24.925)	.031 (.123)	5.275 (4.080)	-.861 (.562)
GOV	1.019*** (.201)	.048+ (.029)	12.834 (21.346)	-.088 (.105)	-2.859 (3.495)	-.320 (.475)
COVID	.042 (.046)	.012+ (.007)	4.110 (4.914)	-.001 (.024)	1.144 (.804)	-.126 (.109)
lnSIZE	-.441*** (.073)	.114*** (.010)	23.538** (7.476)	.517*** (.037)	2.994* (1.224)	.840*** (.177)
AGE	-.028 (.022)	-.006* (.003)	1.523 (2.285)	-.037** (.011)	2.186*** (.374)	.026 (.051)
LIQ	.003 (.002)	.0003 (.0003)	-.125 (.210)	-.007*** (.001)	.008 (.034)	.002 (.006)
LEV	.005 (.008)	-.005*** (.001)	-.340 (.906)	.008+ (.004)	-.708*** (.114)	-.032 (.023)
FOR	.026*** (.004)	.0003 (.001)	.831+ (.432)	.008*** (.002)	.010 (.070)	-.003 (.010)
Constant	13.323*** (2.055)	-2.825*** (.284)	-675.168** (211.860)	-6.510*** (1.046)	-105.809** (34.668)	-11.437* (4.965)

\*\*\* $p < .001$ , \*\* $p < .01$ , \* $p < .05$ , + $p < .10$  수준에서 유의(양측검정)

## VI. 결론

### 1. 연구 의의와 시사점

기업의 생존이자 성장, 지속가능 측면에서 ESG는 피할 수 없는 기업 경영의 새로운 패러다임이다. ESG에 대한 요구는 투자자, 주주, 근로자, 고객, 지역사회 등 다양한 경로를 통해 이루어지고 있다. 이에 본 연구는 2019년부터 2022년까지 4개년의 패널 데이터를 사용하여 국내 기업의 ESG 활동이 이해관계자들에게 어떤 경제적 가치와 사회적 가치를 창출하는지에 대해 실증분석을 실시하였다.

연구결과, 기업의 ESG 통합 성과는 Tobin's Q, 배당률과 유의미한 양(+)의 관계를 보였다. 각 영역별 성과에서는 환경(E) 성과가 1인당평균급여와 유의미한 양(+)의 관계를, 사회(S)성과는 Tobin's Q, 배당률, 1인당평균급여와 유의미한 양(+)의 관계를 보였으며, 사회성과와 기부금은 유의미한 음(-)의 관계를 보였다. 마지막으로 지배구조(G) 성과는 Tobin's Q, ROA, 배당률과 정(+)의 효과가, 종업원 수와는 부(-)의 효과가 있음을 확인할 수 있었다.

이를 종합해보면 기업의 ESG 활동은 다양한 이해관계자 중에서도 주주 및 투자자의 가치제고에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 근로자의 가치와 관련된 종업원 수와 1인당평균급여는 상반되는 결과를 보였다. 이는 기업이 한정된 자원으로 인해 신규 채용을 유지하거나 줄이고, 내부 근로자의 역량 향상, 복리후생 제도, 보상 등에 보다 집중하여 조직 만족도를 제고시켜 업무 효율성과 기업의 성과를 함께 높이려는 노력으로 볼 수 있다. 또한, 내부 이해관계자인 근로자에게 집중함으로써 상대적으로 사회에 환원을 하는 금액이 또한 유지되거나 감소한 것으로도 해석할 수 있다.

Tobin's Q와 배당률은 ESG 통합 성과, 사회(S) 성과, 지배구조(G) 성과와, 1인당평균급여는 환경(E) 성과, 사회(S) 성과 등과 유의한 관계를 나타냈다. 한편, 흥미롭게도 기업의 환경적 측면의 활동이 근로자의 경제적·사회적 가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 특정 이해관계자와 관련된 경제적 가치와 사회적 가치를 높이는 데에는 다양한 ESG 활동이 중요한 영향을 미칠 수 있다는 것을 의미하며, ESG의 하나의 영역에서의 성과가 다양한 이해관계자에게 긍정적 영향을 미칠 수 있다는 것을 시사한다. 따라서, ESG 활동과 경제적·사회적 가치 사이에는 파급효과(Spillover Effect)가 발생할 수 있다는 것을 알 수 있다. 기업은 ESG 세 영역 중 어느 하나에만 집중하기 보다는 통합적인 ESG 전략을 수립하고 체계적으로 이행해 나갈 필요가 있다.

국내 기업의 ESG 활동이 기업가치에 주는 영향에 대해 주로 집중했던 선행연구들과는 달리, 기업의 ESG 활동이 다양한 이해관계자들의 가치 창출에 미치는 영향을 분석해 보았다는 차별점을 지니고 있다. 본 연구는 ESG 각 영역별로 이해관계자에게 미치는 영향을 살펴보았을 뿐만 아니라, 각 영역이 미치는 상대적 중요성도 함께 살펴보았다는 점에서 의의가 있다. 또한, 기업의 ESG 활동이 조직 내부 또는 임직원 등에 미치는 영향을 분석한 연구들은

대부분 설문조사를 활용한 표본조사로 이루어져 다소 주관적인 판단이 개입될 수 있으나, 본 연구는 기업들의 사업보고서 공시 내용으로 데이터 분석을 실시하여 보다 객관성이 확보되었다. 향후 기업이 ESG 전략을 수립하거나 이해관계자별 제도 개선 시 본 연구를 유용한 정보로 실무에 활용할 수 있을 것이다. 이를 통해 기업은 진정성 있는 ESG 활동을 추진해 나감으로써 주주 및 투자자, 근로자, 지역사회 등 이해관계자들과 공존하며 지속가능한 기업가치 상승을 달성할 수 있을 것으로 기대한다.

## 2. 연구의 한계점 및 향후 연구에 대한 제언

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 국내외 ESG 평가기관별 평가 기준 및 등급 산정 체계가 상이하기 때문에 본 연구에서 사용한 한국ESG기준원(KCGS)의 ESG 등급이 아닌 다른 평가기관의 등급을 사용했을 경우 다른 결과가 나올 수 있다. 둘째, 주주·투자자, 근로자, 지역사회 외의 협력사, 고객 등에 해당하는 이해관계자들의 가치 요소들을 충분히 고려하지 못하였다. 이는 전 세계적으로 ESG 공시 표준화가 이루어진다면 이를 보완한 연구 진행이 가능 할 것으로 보인다. 마지막으로 산업별 특성을 충분히 반영하지 못했다는 연구의 한계가 있다. 이는 유가증권시장 기업과 코스닥 상장 기업 또는 산업별 등으로 구분하여 산업별 특성이 가지는 속성을 통해 현재와는 다른 분석 결과가 도출 될 수 있다. ESG 평가가 표준화 되고, 시간이 지남에 따라 표본수가 증가한다면 후속연구를 통해 이러한 한계점을 보완하여 보다 발전된 분석이 가능할 것으로 생각한다.

## [참고 문헌]

- 강원·정무권. (2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 「한국증권학회지」, 49(5), 681-707.
- 김광일. (2023). 강화되는 글로벌 ESG 공시규정...우리 기업의 능동적 대응 지원한다. 「KDI 경제정보 센터」, 2023(4), 54-55.
- 김동영. (2020). ESG평가등급이 잉여현금흐름에 미치는 영향. 「상업교육연구」, 24(4), 153-177.
- 김리아·김태민·허종호. (2022). ESG경영과 직무만족, 재무성과 간 구조적 관계 분석. 「윤리경영연구」, 22(2), 27-47.
- 김민영·이효주·박성민. (2016). AMO에 기반한 고성과작업시스템이 조직효과성에 미치는 영향 연구. 「한국인사행정학회보」, 15(3), 269-303.
- 김세희·선우희연·이우종·정아름. (2022). ESG 활동과 기업가치의 상관관계와 인과관계, 「회계저널」, 31(3), 31-60.
- 김영환·정성창. (2022). 한국기업의 ESG활동과 배당정책. 「재무연구」, 35(2), 108-147.
- 김윤정. (2021). 배당과 ESG. 「이베스트투자증권 리서치센터」, 1, 1-9.
- 나영·김명서·임욱빈. (2013). ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구. 「회계정보연구」, 31(1), 453-487.
- 남혜정·김현정. (2021). 기업의 ESG활동과 배당의사결정에 대한 연구. 「회계·세무와 감사 연구」, 63(2), 235-260.
- 도연우·김성환. (2019). ESG 평가등급 변동이 기업의 주가 변동성과 초과수익율에 미치는 영향. 「한국재무학회 학술대회」, 2019(5), 821-850.
- 박영석·이효섭. (2021). 기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할. 「자본시장연구원」, 21(10), 1-20.
- 박지원·이예림. (2022). 국내외 ESG 평가사별 점수 비교: 국내기업을 중심으로. 「대외경제정책연구원」, 22(07), 1-85.
- 신은중. (2009). 고성과작업시스템의 '고성과'는 무엇에 의해 결정되는가?: 번들효과와 핵심 관행 탐색을 중심으로. 「산업관계연구」, 19(4), 43-69.
- 오근혜·윤평구·강승모. (2012). 우리나라기업의 윤리경영이 기업가치 및 재무적성과에 미치는 영향. 「금융지식연구」, 10(3), 3-27.
- 오상희·이승태. (2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구. 「전산회계연구」, 17(2), 205-223.
- 윤재우·배신지. (2020). 기업의 ESG 활동이 브랜드 자산에 영향을 주는가?: MZ세대를 중심으로. 「한국PR학회 학술대회」, 2020(11), 8-82.
- 이광윤·김진배·양대천. (2012). 내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적 책임의 세부활동과 기업가치와의 관계. 「회계정보연구」, 30(4), 115-145.
- 이걸주·이호갑·오덕교. (2017). 기업가치가 사회적 책임(CSR)활동에 미치는 영향. 「회계와 정책연구」, 22(6), 53-76.
- 이병일. (2015). 기업의 환경·사회·지배구조변수가 근로자임금과 근속년수에 미치는 영향. 동국대학교 경영대학원, 석사학위논문.
- 이은지·문재영. (2022). CSR·CSV·ESG 연구 동향 분석: 빅데이터 분석을 중심으로. 「품질경영학회지」, 50(4), 751-776.

- 이지혜·변희섭. (2014). 사회적 책임 활동, 배당정책과 기업가치. 「보험금융연구」, 25(4), 99-141.
- 이현실·권순원. (2022). 기업의 내부적 CSR 활동의 디커플링(Decoupling)현상분석. 「경영연구」, 37(3), 63-77.
- 이혜미. (2021). UN SDGs 및 소비자 중심의 ESG 경영을 위한 전략적 성과관리 방안. 「한국소비자원」, 118, 1-22.
- 임욱빈. (2019). 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향 : ESG 점수를 중심으로. 「국제회계연구」, 86, 119-144.
- 임종욱. (2016). ESG 평가정보 및 이익관리가 기업가치에 미치는 영향. 「경영교육연구」, 31(1), 111-139.
- 임종욱. (2018). ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계. 「산업경제연구」, 31(6), 2017-2034.
- 장승욱·김용현. (2013). 기업의 ESG와 재무성과. 「재무관리연구」, 30(1), 131-152.
- 지성권·신성욱·한상현. (2004). 경영자-종업원 보상구조는 기업가치 동인인가?. 「회계학연구」, 29(4), 219-248.
- 차경욱·이은희·유현정. (2013). 제품에 표시된 녹색주장과 그린워싱 분석. 「소비문화연구」, 16(3), 311-335.
- 최병권·문형구·주영란. (2017). CSR 인식의 국내 연구동향과 향후 연구방향. 「경영학연구」, 46(5), 1247-1302.
- 황은진·조상미·안지영. (2022). 공공기관의 ESG와 조직성과: 기관장의 리더십과 혁신형 인적자원관리 시스템의 조절 효과. 「사회적기업연구」, 15(1), 133-163.
- 허중호·박병규·김리아·김태민. (2022). ESG경영과 기업명성, 재무성과 간 구조적 관계 분석: 실험데이터와 현장데이터의 통합적 활용. 「한국생산성학회지」, 36(3), 5-31.
- 허병준·이형용. (2022). ESG 활동 인식이 조직원의 행동에 미치는 영향: 조직신뢰와 조직동일시의 매개 효과를 중심으로. 「한국지능정보시스템학회 학술대회논문집」, 2022(11), 283-283.
- 대한상공회의소·삼정KPMG. (2021). 중소중견기업 CEO를 위한 알기 쉬운 ESG. 「대한상공회의소」, 1-52
- Albuquerque, R. & Y. Koskinen, & S. Yang, & C. Zhang. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-62.
- Barnea, A. & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Bowen, H.R. (1953). *Social Responsibility of the Businessman*. New York: Harper & Row.
- Bryson, J. (1995). *Strategic Planning for Public & Non-Profit Organisations* (rev. edn). San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Carroll, A.B. (1979). A Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *The Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. *Business and Society*, 38, 268-295.
- Cornell, B. & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?. *The Journal of Impact and ESG Investing Fall*, 1(1), 76 - 93.
- Delaney, J. T., & Huselid, M. A. (1996). The Impact of Human Resource Management Practices on Perceptions of Organizational Performance. *Academy of Management Journal*, 39, 949-969.

- Eden, C. & Ackermann, F. (1998). *Making Strategy: The Journey of Strategic Management*. London: Sage Publications.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.
- Jiraporn, P. & Y. Ning. (2006). Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *Journal of Applied Finance*, 16, 24–36.
- John, K. & Knyazeva, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. Working Paper. New York University.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20(2), 404–437.
- La Porta, R. & F. Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer, & R. W. Vishny. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lee, R. P. & Grewal, R. (2004). Strategic responses to new technologies and their impact on firm performance. *Journal of Marketing*, 68(4), 157–171.
- Liu, L. & Nemoto, N. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Evaluation and Organizational Attractiveness to Prospective Employees: Evidence From Japan. *Journal of Accounting and Finance*, 21(4).
- McGuire, J. & Schneeweis, T. & J. Hill. (1986). An Analysis of alternative Measures of Strategic Performance. in Lamb, R. and Stravasta P. (eds), *Advances in Strategic Management*, 4
- Pava, M. L. & Krausz, J. (1996). The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost. *Journal of Business Ethics*, 15(3), 321–357.
- Porter, M. E. & M. R. Kramer. (2011). Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 1–17.
- Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. Haas School of Business, Applied Financial Project, *University of California at Berkeley*.
- Wright, P. & Ferris, S. P. (1997). Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal*, 18, 77–83.